

# MERCADO DE CAPITAIS E SEU COMPORTAMENTO

**Raquel Prediger Anjos**

Contadora pela UFMS, Pedagoga. Mestre em Ciências Contábeis pela UFPR.

**Débora Milanez dos Santos Prediger**

Administradora pela UFMS. Pós Graduação pela Universidade Cândido Mendes

**Marcelo Chaves de Jesus**

Contador pela UEMS, Mestre em Ciências Contábeis pela UFPR.

## **Resumo:**

A compra e venda de títulos negociados, representadas pelas ações das empresas, é organizada em bolsas de valores, sociedades corretoras e outras instituições financeiras autorizadas chamado de mercado de capitais. Os preços de venda das ações são sustentados pelas informações disponíveis acerca de suas empresas e estão intimamente ligada ao risco oferecido por esta. A Teoria da Hipótese do Mercado Eficiente (HME) defende que o investidor, a partir das informações concedidas, não tenha a possibilidade de retorno com ganhos em excesso. A teoria embasa-se em deficiências encontradas devido a assimetria informacional, pois os mercados não são completamente controláveis, deixando, assim de serem eficientes. A assimetria da informação, provocada pelo fornecimento de informações privilegiadas torna o mercado, onde esta empresa atua, ineficiente. Pesquisas apontam para algumas anomalias no movimento das ações, tais como efeito dia da semana, efeito segunda-feira, de virada do mês, efeito tamanho e mês do ano.

Palavras chaves: Eficiência de Mercado; Comportamento dos Mercados e Mercado Brasileiro.

## **Introdução**

O contexto macroeconômico e regulatório tem desenvolvido o mercado de capitais brasileiro que, a partir da década de 1990, com a

estabilização da economia e a abertura comercial, tornou o país mais atraente para os investimentos estrangeiros na bolsa brasileira (FORTI; PEIXOTO; SANTIAGO, 2009).

O processo regulamentar do mercado de capitais busca a produção de simetria de informações, buscando negociações transparentes e preços das ações justos, o que caracteriza um mercado eficiente. A transparência e imparcialidade das informações das empresas e da economia tem sido uma constante, pois a confiança dos investidores é parte do alicerce do mercado de capitais. Segundo Fama e Miller (1973) um mercado é chamado eficiente quando os preços de seus títulos refletem integralmente todas informações disponíveis naquele momento.

O propósito dos mercados de capitais é transferir capital, ou fundos, entre credores (poupadores) e devedores (produtores) eficientemente. O comportamento dos mercados vem sendo objeto de análise, para que se possa prever o comportamento das ações. As análises vem ocorrendo há algumas décadas baseiam-se em estudos de eventos passados. Os estudos de eventos são estatísticos que examinam se a divulgação de informações influencia os retornos em outras datas ou apenas na data de divulgação. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

A idéia de mercado eficiente se baseia na afirmação de que a concorrência entre os analistas de investimentos dará origem a um mercado de ações, no qual os preços refletirão sempre seu verdadeiro valor, representando o preço de equilíbrio que engloba toda informação disponível para os investidores, em dado instante. Um mercado eficiente de capitais é o qual os preços de ações refletem completamente as informações disponíveis (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009, p. 279).

Teorias se formaram para explicar o fenômeno do comportamento dos investidores nos mercados de capitais, no intuito de reduzir o risco no ato do investimento, dentre elas a Hipótese de Mercados Eficiente (HME) (SHARPET, 1964).

Implicações da HME para investidores e empresas se resumem no fato do conhecimento da informação não trazer vantagem maior a um investidor em relação aos outros investidores; bem como o fato das empresas esperarem receber o valor justo dos títulos que vendem (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009, p. 279).

Dadas estas informações, formula-se a seguinte questão: Quais os tipos de eficiência de mercados defendidos pela Teoria HME, suas evidências de eficiência e implicações para as finanças das empresas? Este trabalho pretende analisar também resultados de pesquisas da eficiência de mercado, e seu comportamento, inclusive no Brasil.

### **Mercado de Capitais e sua Eficiência**

Em 14 de julho de 1965 o governo sancionou a Lei nº4.728, que disciplina o mercado de capitais, tendo como objetivo organizar e criar regulamentos sobre este mercado e constituir um sistema de distribuição de títulos e valores mobiliários, regulamentando a bolsa de valores e sociedades corretoras, e acesso de empresas de capital estrangeiro.

Conforme os autores Copeland e Weston (1992) o conceito que diz respeito à eficiência de mercados relaciona ao preço dos ativos financeiros forneceriam sinais adequados para a alocação de recursos.

O autor Fama (1970) define este mercado como sendo um local onde empresas poderiam tomar decisões de produção e investimento,

onde também os investidores poderiam escolher os ativos que melhor representassem a posse destas empresas, levando em consideração a prerrogativa de que os preços dos ativos sempre refletiriam inteiramente todas as informações relevantes disponíveis sobre tais empresas.

Contudo, o melhor resultado da eficiência dos mercados que se pode atingir, são os preços dos ativos flutuarem (variarem) em torno do seu valor intrínseco onde novas informações poderiam rapidamente ocasionar mudanças nesse valor, mas o subsequente movimento do preço do ativo 'flutuaria' aleatoriamente, desta forma, os mercados financeiros não poderiam ser previsíveis.

Os primeiros trabalhos sobre a Hipótese de Mercados Eficiente (HME) datam do início do século XX, formando um dos alicerces da Moderna Teoria Financeira (JENSEN; SMITH, 1984). A Teoria HME baseia-se no fato de que não existem possibilidades de lucros econômicos além do normal com base nas informações disponíveis.

Fama (1970, p. 387) indica condições para que um mercado seja considerado eficiente: "a) Inexistência de custos de transação em negociação de títulos. b) Todas as informações disponíveis estão isentas de custos para os participantes do mercado. c) Há expectativa homogênea em relação aos retornos futuros de cada título.

Damodaran (1997, p. 184) afirma que a eficiência do mercado não implica em um preço de mercado igual ao valor real a cada momento, somente que a diferença seja não tendenciosa. Brealey e Myers (1997) afirmam que em mercado perfeito todas informações são amplamente acessíveis e baratas para os investidores e todos investidores são capazes de influenciar o preço de negociação das ações.

As condições necessárias para um mercado perfeito implicam em ausência de custos e taxas de transação; também deve existir uma competição perfeita no mercado de ações; os mercados devem ser suficientemente informados, recebidas imediatamente e todas as utilidades racionais esperadas são maximizadas. (COPELAND, WESTON E SHATRI, 2005). O mercado possui capacidade para corrigir suas ineficiências por meio da facilidade de negociação, dos custos de transação e vigilância dos investidores que buscam lucro nesse mercado. (DAMODARAN, 1997).

A eficiência dos mercados de capitais possui três níveis ou, no dizer de Fama (1970) três subsistemas de informações relevantes: as informações históricas, as publicamente disponíveis e qualquer informação seja pública ou não.

Baseado nestes sistemas são definidos três tipos de eficiência, segundo Fama (1970): a. Eficiência de forma fraca: baseia-se no fato das informações históricas de preços ou informações de retorno não oferecem ao investidor a possibilidade de obter ganhos em excesso. Estes dados não fornecem informações suficientes para auferir lucro acima do que seria obtido por uma estratégia ingênua de comprar e manter (FRANCIS, 1991). Assim, a informação fornecida não é útil ou relevante para se obter retornos excessivos. b. Eficiência semi-forte: nenhum investidor pode conseguir ganhos excessivos com base em qualquer informação pública disponível, pois os preços se ajustam rapidamente às novas informações divulgadas. Os retornos não devem ser influenciados por meio de regras de mercado baseadas em qualquer informação publicamente disponível, como por exemplo, relatórios anuais das companhias ou notícias veiculadas na mídia. c. Eficiência forte: esta hipótese considera as informações da forma fraca e da semi-forte, mas também inclui as

informações não divulgadas publicamente (*inside information*). Isto é, indica que os preços refletem todas as informações existentes no mercado (históricas, públicas e privadas (COPELAND; WESTON; SHASTRI, 2005).

## **O Comportamento dos Mercados**

Um dos problemas que tem atormentado aqueles que tentam prever o comportamento dos mercados de capitais é a ausência de um corpo de teoria micro-econômica positiva para lidar com situações de risco. Apesar de informações úteis poderem ser obtidas a partir dos modelos tradicionais de investimento em condições de segurança, a influência do risco nas transações dos mercados financeiros forçou as pessoas que trabalham na área a adotar modelos de comportamento de preços que são pouco mais do que afirmações. Entretanto, teorias foram formadas para descrever a maneira pela qual a variação do preço das ações são explicadas por influências básicas das preferências dos investidores, dos atributos de capital, etc. Estas teorias dão um significado real para a relação entre o preço de um único ativo e seu risco. (SHARPET, 1964).

A Teoria da HME vem se destacando como a principal delas e juntamente a ela foram desenvolvidos centenas de trabalhos estatísticos, com resultados por vezes contraditórios, alternando entre a conclusão de que em sua grande maioria comprovam-se a eficiência dos mercados e a constatação da ineficiência significativa dos mercados financeiros (DAMODARAN, 1997). Estes testes que não comprovam a eficiência dos mercados são chamados de anomalias, dos quais, alguns foram identificados e denominados: o Efeito Janeiro, o Efeito Fim de Semana, distorções com base no índice Preço/Lucro e o Efeito Tamanho.

Os autores Rêgo e Mussa (2013) colocam que o efeito dia-da-semana, ou efeito segunda-feira, pode ser caracterizado através das diferenças observadas nos retornos diários dos ativos ao longo dos dias da semana, citam ainda que trabalhos realizados nos anos 80 no mercado norte-americano demonstraram que os retornos das ações nas segundas-feiras eram em média, menores do que os retornos nos demais dias da semana.

O efeito janeiro produz a tendência de subirem os preços das ações no mês de janeiro e a cair nos últimos dias de dezembro. Ainda percebeu-se maiores retornos no mês de janeiro do que nos demais meses. Efeito Fim de Semana é o fenômeno que produz diferenças de retorno entre segundas-feiras e outros dias da semana. O fenômeno Índices preço/lucro é percebido em ações com baixos índices preço/lucro “subvalorizadas” e que obtêm retornos adicionais. O efeito tamanho verifica retornos mais altos nas ações de pequenas empresas, em termos de valor de mercado e do patrimônio líquido, superando as grandes empresas apesar de o risco (em termos de beta) das pequenas ser menor do que o das grandes. (DAMODARAN, 1997).

Rêgo e Mussa (2013, p.5) citam que o efeito virada de mês consiste na observação da ocorrência de retornos maiores no último e nos quatro primeiros dias do mês.

A assimetria de informação consiste na agência que não observa o custo da empresa e não tem informação suficiente para determinar um preço que beneficie o consumidor sem falir a empresa. Esta tem um forte incentivo de sobre-declarar seu custo para que a agência coloque um preço mais alto. O custo de monitoração é muito alto para ela. Além disto, a empresa tem poucas razões para buscar se tornar mais eficiente uma

vez que seus custos vão sempre ser cobertos (MULLER, 1997). A assimetria informacional explica algumas deficiências encontradas na HME, pois os mercados não são completamente controláveis, deixando, assim de serem eficientes.

O efeito feriado de acordo com Rêgo e Mussa (2013, p.5) caracteriza-se pela ocorrência de retornos anormais positivos nos dias de negociação imediatamente anteriores a feriados.

Os conflitos de interesses entre acionistas, gestores, credores e funcionários de empresas privadas, são conhecidos por conflitos de agência. Na propriedade privada há a separação entre propriedade (acionistas) e controle (administradores). (JENSEN, 2001). O problema de agenciamento ocorre quando o agente principal que deveria defender os interesses de seu representante, não o faz, defendendo seus próprios interesses. Causando perda de efetividade, ainda geram custos residuais, custos de monitoramento e de garantias. (JENSEN e MACKLING, 1976).

Além destes fatores ainda é preciso considerar-se que agentes de condutas desta natureza podem buscar obter vantagens pessoais através da distribuição de informações confidenciais a outros agentes. A assimetria da informação, provocada pelo fornecimento de informações privilegiadas torna o mercado, onde esta empresa atua, ineficiente. Ela representa, portanto, além da condição de ausência de informação plena, mas também a distribuição não igualitária da informação entre os agentes envolvidos em uma determinada situação (AKERLOF, 1970).

Entretanto, em geral as análises técnicas falham, pois se fosse possível obter lucros extraordinários, simplesmente por encontrar um "padrão" no movimento dos preços das ações, todos iriam fazê-lo e os lucros seriam eliminados.

Ao longo dos anos, a metodologia de estudo de caso foi aplicado a um grande número de eventos, incluindo o aumento e refusão de dividendos, anúncios de lucros, fusões, despesas de capital e novas emissões de ações. Os estudos geralmente apoiam a visão de que o mercado é eficiente na forma semiforte. Na verdade, os estudos sugerem que os mercados podem até ter algum poder de previsão, em outras palavras, a notícia tende a influenciar o preço antes do anúncio público (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009, p. 287).

Estes estudos comprovaram haver algumas anomalias temporais, tais como (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009, p. 290) retornos médios mais altos em janeiro; às quartas e sextas-feiras; na primeira metade do mês; no dia anterior a um feriado e retornos médios mais baixos em segundas-feiras.

Estudos realizados sobre o mercado brasileiro de ações não identificam este mercado como eficiente em sua plenitude. (FORTI, PEIXOTO, SANTIAGO, 2009). Os autores acreditam que estas ineficiências sejam fatores que expliquem a volatilidade da BM&FBovespa, bem como sugerem que, no mercado de capitais brasileiro, exista certo grau de assimetria informacional. Em relação a sua forma fraca, os autores verificaram em sua pesquisa 42% trabalhos que aceitam e 58% que rejeitam a HME. Camargos e Barbosa (2003) acreditam que há indícios de que o mercado de capitais brasileiro apresenta a forma de eficiência fraca.

Gaio, Alves e Pimenta Júnior (2009) fizeram uma pesquisa nas 50 ações mais líquidas da Bovespa e chegaram à conclusão que o mercado acionário brasileiro não é eficiente na forma fraca, baseados na proposta HME de Fama (1970) e afirmam que confere com outros estudos realizados por Santos, Costa Jr. e Silveira (2003), Fama e French (1988),

Lo e Mackinley (1988), French e Roll (1986) e Jegadeesh (1990) e Saffi (2003) que também evidenciaram a não eficiência do mercado.

Carmona (2007) compilou trabalhos sobre anomalias de mercado produzidos no Brasil. Destes trabalhos o autor cita a pesquisa de Lemgruber, Becker e Chaves (1988), que estudou os preços diários de fechamento da IBOVSPA de agosto/1983 a agosto/1987, e testaram a geração por dias calendário e a geração por dias de negócios, onde ambas as hipóteses foram rejeitadas, verificando-se apenas no mercado brasileiro a hipótese do efeito segunda-feira. Costa Jr. (1990) também observou apenas o efeito segunda-feira (dia da semana) e nenhum efeito mês-do-ano. Costa Jr. e Lemgruber (1993) verificam que o efeito segunda-feira é mais acentuado para ações menos negociadas e a maior parte do retorno das mais negociadas é formada fora do horário do pregão.

Costa Jr. e O'Hanlon (1991) investigaram a existência do efeito tamanho e se este possui relação significativa com algum mês do ano, onde foi confirmado o efeito tamanho e não detectado efeito mês-ano. Gava (1999) examinou o efeito dia da semana por meio de testes de auto correlação dos retornos e foi encontrado que as informações passadas são relevantes na determinação de retornos em excesso (CARMONA, 2007).

O estudo de Fonte, Neto e Carmona (2005) aplicado ao mercado acionário brasileiro nos dez primeiros anos do Plano Real auferindo as possíveis tendências de reversão ou continuidade nos resíduos de retornos observados, conclui que a existência de excessos de retornos, bem como possíveis reações atrasadas são pouco significativas quando o mercado se encontra numa fase de estabilidade e inflação baixa, minimizando-se a ocorrência de anomalias (CARMONA, 2007).

## Considerações Finais

Constata-se que os autores aqui mencionados convergem quanto a visão de que o mercado é eficiente na forma semiforte. Sugerindo desta forma que os mercados podem até ter algum poder de previsão, em outras palavras, a notícia tende a influenciar o preço antes do anúncio público.

No entanto tais estudos comprovaram haver algumas anomalias temporais, tais como: retornos médios mais altos: em janeiro; às quartas e sextas-feiras; na primeira metade do mês; no dia anterior a um feriado e nos retornos médios mais baixos: nas segundas-feiras.

Ainda nesta linha de pensamento, alguns autores defendem a idéia de que indivíduos, ao obter informações privilegiadas, geralmente não disponíveis ao público, podem obter ganhos extraordinários.

No Brasil, A HME na forma semiforte, estudada apresentou aceitação em todos os trabalhos selecionados, mas afirmam que carece de mais estudos. No que se refere à eficiência na forma forte, os mesmos autores descobriram que 100% dos trabalhos rejeitam a HME nesta modalidade. A respeito do efeito dia da semana, verificou-se apenas o efeito segunda-feira e rejeitou-se qualquer efeito mês-do-ano. O efeito segunda-feira é mais acentuado para ações menos negociadas e que a maior parte do retorno das mais negociadas é formado fora do horário do pregão.

Sem dúvida as formas de eficiência de mercados carecem de estudos que comprovem melhor suas hipóteses. Contudo, existe consenso de que o mercado não pode ser eficiente na forma forte, bem como as empresas não deveriam obter ganhos anormais vendendo ações a valores acima de seu valor “justo”.

## Referências Bibliográficas

BRASIL, Lei nº4.728, de 14 de Julho de 1965. **Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento**. Brasília, 1965.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais**. 4. ed. Portugal: McGraw Hill, 1997.

COPELAND, T.E.; WESTON J. F.; SHASTRI K.. **Financial theory and corporate policy**. 4.ed. Reading: Addison-Wesley, 2005.

COSTA, Roberto Teixeira da. **Mercado de capitais: uma trajetória de 50 anos**. 2. ed. São Paulo - SP: Imprensa Oficial do Estado de São Paulo, 2007.

CARDOSO, Ricardo Lopes; MARTINS, Vinicius Aversari. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: IUDÍCIBUS, Sérgio de; LOPES, Alexandro Broedel (Coords.). **Teoria Avançada da Contabilidade**. São Paulo: Atlas, 2004.

FAMA, Eugene F.; MILLER, Merton H. **The theory of finance**. Hinsdale, Illinois: Dryden Press, 1973.

FORTI, Cristiano Augusto Borges; PEIXOTO, Fernanda Maciel; SANTIAGO, Wagner de Paulo. Hipótese da eficiência de mercado: um estudo exploratório no mercado de capitais brasileiro. **Gestão & Regionalidade**. v. 25, n. 75. set/dez 2009. p. 45-56.

ROSS, S.A.; WESTERFIELD, R.W., & JAFFE, J.F. **Administração financeira: Corporate finance**. São Paulo: Atlas, 2009.

SHARPET, WILLIAM F. Preços de ativos de capital: a teoria de equilíbrio do mercado em condições de risco. V. 29 N 3. **O jornal de finanças**. Set. 1964.

RÊGO, Ricardo Henrique Trovão; MUSSA, Adriano. **Anomalias do Mercado Acionário: a Verificação do Efeito Feriado no IBOVESPA E IBX-100 no período de 2002 A 2007**. Disponível em: <http://www.congressosp.fipecafi.org/artigos82008/354.pdf>. Acessado em 09/03/2013.